



Was 2025 wichtig wird

Die Politik könnte 2025 erhebliche Auswirkungen auf die Wirtschaft haben. Der kommende US-Präsident Trump dürfte auf noch höhere Zölle setzen, was den Konflikt mit China verschärfen könnte. In Deutschland dürften die Bundestagswahlen zwar zu einer Reform der Schuldenbremse führen, nicht aber zu einem Neustart in der Wirtschaftspolitik, weshalb die Wirtschaft weiter kaum wachsen dürfte. Den Zentralbanken schließlich wird es wohl nicht gelingen, die Inflation vollständig unter Kontrolle zu bringen. Wir geben einen Überblick darüber, was 2025 wichtig werden wird.

Dr. Jörg Krämer^{AC}

Bernd Weidensteiner^{AC}

Präsident Trump setzt auf Zölle...

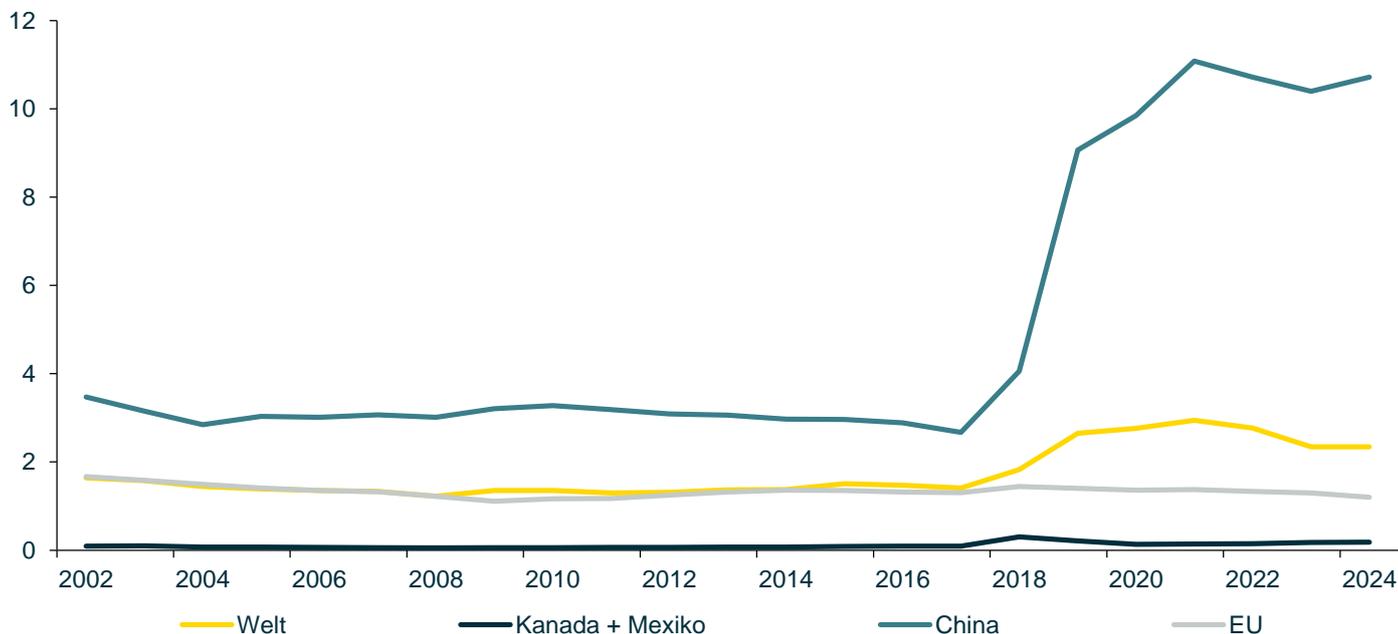
Die Anleger werden am 20. Januar nach Washington schauen, wo Donald Trump als 47. US-Präsident in sein Amt eingeführt wird. Die Zollpolitik der neuen Regierung wird entscheidend für die Handelspartner. Trump hatte im Wahlkampf mehrfach massive Zollerhöhungen angekündigt, einige davon bereits für den ersten Tag seiner Amtszeit. Seine Zollpolitik lässt sich schwer einschätzen, weil er in den letzten Monaten zahlreiche und teilweise widersprüchliche Aussagen gemacht und keine Details etwa zu den betroffenen Warengruppen genannt hat. Die wichtigsten Handelspartner sind:

- Die USA haben mit 20 Ländern ein Freihandelsabkommen. Diese Ländergruppe stellt etwa 38% der US-Importe. Die wichtigsten davon sind **Mexiko** und **Kanada**, mit denen die USA im USMCA verbunden sind, dem Nachfolger der NAFTA. Trump hatte zwar gerade Kanada und Mexiko sofortige Zölle von 25% angedroht (aktuell liegt der effektive Zollsatz auf Einfuhren aus diesen Ländern bei 0,2%, siehe Chart 1). Diese Drohung ist aber wohl eher als Hebel für Verhandlungen zu sehen. Dabei dürfte es vor allem um eine bessere Sicherung der Grenzen gehen, um die illegale Einwanderung in die USA zu reduzieren.
- Aus **China** kommen aktuell rund 13% der US-Einfuhren. Nach 2017 wurde der Zoll hier bereits deutlich angehoben und liegt zurzeit bei durchschnittlich knapp 11%. Trump hat hier eine weitere Erhöhung um 10% ins Spiel gebracht, auch 60% hat er genannt. Abwehrmaßnahmen gegen China genießen breite überparteiliche Zustimmung; die Biden-Administration hatte die Trump-Zölle beibehalten und sogar weitere Zölle auf einige Warengruppen verhängt. Noch höhere Zölle sind sehr wahrscheinlich, wobei nicht ganz klar ist, ob diese auf alle Importe aus China oder nur auf sicherheitspolitisch wichtige Güter verhängt werden.
- Die **EU** stellt gegenwärtig etwa 19% der US-Importe, der effektive Zollsatz liegt bei 1,2%. Allerdings sind aktuell nur 33% der Einfuhren aus der EU zollpflichtig. Ende März läuft eine Vereinbarung zwischen der EU und der Biden-Regierung aus, gemäß der die von Trump 2018 verhängten Zölle auf Stahl und Aluminium aus der EU (sowie die Vergeltungszölle der EU auf Motorräder und Whiskey) befristet ausgesetzt wurden. Höhere Zölle auf breiter Basis gegen die verbündeten Europäer sind zwar deutlich weniger wahrscheinlich als gegen China. Aber die EU neigt selber zum Protektionismus und könnte zu stark auf Vergeltungszölle setzen, anstatt pragmatisch zu einem Deal mit Trump zu kommen.



Chart 1 - Status Quo Ante Trump II: Effektive US-Zölle

Effektive Zollsätze (Zolleinnahmen in % der Gesamteinfuhren), Jahresdaten



Quelle: US International Trade Administration, Commerzbank-Research

Im Extremfall, wenn Donald Trump seine Drohung eines Zollsatzes von 60% auf Einfuhren aus China und eines von 10% auf alle übrigen Importe wahr macht, würden die Zölle auf den höchsten Stand seit den 1930er Jahren steigen (Titelchart).

... was der Fed die Arbeit noch schwerer macht

Trumps Zolldrohungen werden die Anleger 2025 auch deshalb in Atem halten, weil Zölle die Inflation erhöhen. Die Erfahrungen mit den nach 2016 verhängten Zöllen zeigen, dass die damit einhergehenden Preiserhöhungen im Wesentlichen vom US-Verbraucher getragen wurden. Umfassende Zollerhöhungen würden damit wohl zumindest einen einmaligen Anstieg der Verbraucherpreise auslösen. Je nach Umfang der Zollmaßnahmen könnte die Inflationsrate für ein Jahr um bis zu einem Prozentpunkt steigen.

Die US-Notenbank Fed könnte das als Einmaleffekt abtun und durch den "Inflationsbuckel" hindurchsehen. Allerdings ist der Rückgang der Inflation in den letzten Monaten ins Stocken geraten. Die Kerninflation auf Basis des von der Fed bevorzugten Preisindex, dem Deflator der Konsumausgaben, stagniert seit einem halben Jahr bei 2,5%. Die Fed dürfte ihren Leitzins von nun an nur noch um 50 Basispunkte auf 4,0% senken (Obergrenze des Leitzinskorridors).

China: Zwischen Handelskonflikt und binnenwirtschaftlicher Schwäche

China leidet seit einiger Zeit unter einer Schwäche der Binnennachfrage, was auch mit den Nachwehen der Korrektur am überhitzten Immobilienmarkt zusammenhängt. Die Regierung setzt auf Investitionen in "Zukunftindustrien", um die Bauwirtschaft als Wachstumsmotor abzulösen. Die Produktion der deutlich ausgebauten Kapazitäten findet aber aufgrund der Kaufzurückhaltung der verunsicherten chinesischen Konsumenten ihren Weg auf den Weltmarkt. Der chinesische Export steigt preisbereinigt deutlich rascher als der Export der anderen Länder. Dies dürfte zu verschärften Konflikten mit den Handelspartnern führen – nicht nur mit denen im Westen. Es ist somit fraglich, wie lange der Exportmotor rund läuft. China dürfte noch lange vergleichsweise wenig wachsen. Die Zeiten sind unwiderruflich vorbei, als China die Weltwirtschaft anschieben konnte. Wenn überhaupt, haben die USA diese Rolle übernommen.

Deutschland: Neustart in der Wirtschaftspolitik?

Deutschland wird das Interesse der Anleger vor allem wegen der Bundestagswahl am 23. Februar auf sich ziehen. Das Land braucht in der Wirtschaftspolitik dringend einen Neustart, nachdem es sich seit 2017 schlechter entwickelt als der restliche Euroraum und seit 2019 überhaupt kein Wirtschaftswachstum aufweist. Das Epizentrum der Krise ist das verarbeitende Gewerbe. Die Unternehmen leiden unter einer überbordenden Bürokratie, unter nicht wettbewerbsfähigen Energiekosten und Steuersätzen sowie unter einer bröckelnden Infrastruktur. Die deutschen Unternehmen sind viel pessimistischer bei der Einschätzung der Standortqualität



Deutschlands geworden (Chart 2). Viele Mittelständler haben das Vertrauen in die Wirtschaftspolitik verloren und tätigen Investitionen zunehmend im Ausland.

Damit die Unternehmen Vertrauen fassen und es mit der Wirtschaft wieder bergauf geht, hoffen sie auf eine Regierung, deren Koalitionspartner ein gemeinsames Verständnis davon haben, wie die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verbessern sind. Mit Blick auf die Umfragen zeichnet sich jedoch eine Koalition der Union mit der SPD oder vielleicht mit den Grünen ab. Eine solche Regierung dürfte die Schuldenbremse lockern, etwa indem staatliche Investitionen außen vor bleiben. Insofern könnten unter einer neuen Bundesregierung deutlich mehr Mittel für Investitionen in die Infrastruktur zur Verfügung stehen. Aber in den meisten anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik hätten die Koalitionspartner deutlich unterschiedliche Auffassungen, was gegen den notwendigen Neustart in der Wirtschaftspolitik spräche. Wir bleiben mit Blick auf die deutsche Konjunktur vorsichtig, für 2025 erwarten wir faktisch eine Stagnation (Prognose: 0,2%).

Chart 2 - Deutsche Standortqualität erodiert

Länderindex des Verbandes der Familienunternehmen, Rang Deutschlands insgesamt und in verschiedenen Kategorien verglichen mit 20 Industrieländern



Quelle: Stiftung Familienunternehmen, Commerzbank-Research

... auch Frankreich wurschtelt sich durch

Neben Deutschland steckt im Euroraum vor allem Frankreich in der Krise. Hier geht es weniger um Wirtschaftswachstum (Prognose 2024: 1,1%), als vielmehr um die hohe und steigende Staatsverschuldung. Der Schuldenstand beträgt bereits mehr als 110% des Bruttoinlandsprodukts, für das abgelaufene Jahr zeichnet sich ein Haushaltsdefizit von 6% des Bruttoinlandsprodukts ab. Selbst wenn es der neuen Regierung trotz einer fehlenden Mehrheit in der Nationalversammlung gelänge, das Haushaltsdefizit wie angestrebt auf 5,0 bis 5,5% zu senken, wäre es noch immer zu hoch, um einen Anstieg der Schuldenstandsquote zu stoppen. An der labilen politischen Lage ohne eine klare gemäßigte Mehrheit in der Nationalversammlung dürfte sich nichts ändern, auch wenn Präsident Macron im Sommer 2025 Neuwahlen ansetzen sollte, was er vor dem Ende seiner Amtszeit im Jahr 2027 eigentlich verhindern wollte.

Trotzdem sollten die Anleger die steigenden fundamentalen Risiken weiter geordnet einpreisen. Gegen eine Staatsschuldenkrise spricht das tiefgestaffelte Verteidigungssystem der EZB. Erst im Sommer 2022 hatte die EZB ihren Instrumentenkasten um das sogenannte Transmission Protection Instrument (TPI) erweitert, das es ihr erlaubt, im großen Stil Staatsanleihen zu kaufen, wenn sie die Risikoaufschläge für fundamental zu hoch hält.

EZB: Zinssenkungen trotz überhöhter Inflation

Für die Anleger wird die EZB-Politik 2025 ein Dauerbrenner sein. Die EZB hat ihren Einlagensatz bereits vier Mal auf 3,0% gesenkt. Vermutlich wird sie ihn bis zur Jahresmitte auf 2,0% reduzieren. Dafür spricht zum einen die Konjunkturschwäche. Der wichtige



Einkaufsmanangerindex ist seit dem Sommer vergangenen Jahres deutlich gefallen und liegt an der Schwelle zur Rezession, was viele Anhänger einer grundsätzlich lockeren Geldpolitik im EZB-Rat ("Tauben") besorgt. Aus ihrer Sicht sind weitere Zinssenkungen auch durch die Inflation gerechtfertigt. Sie liegt mit zuletzt 2,4% zwar noch immer merklich über dem EZB-Ziel von 2%. Aber die Mehrheit der EZB-Ratsmitglieder erwartet, dass das Lohnwachstum in diesem Jahr nachlässt und die Inflation sinken wird.

Allerdings sollte man nicht erwarten, dass die EZB ihren Einlagensatz unter 2% senkt. Erstens sieht die EZB 2% als die Untergrenze des sogenannten neutralen Zinses, der auf die lange Sicht das Erreichen des EZB-Inflationsziels sicherstellt. Zweitens spricht die hartnäckig hohe Dienstleistungsinflation dagegen, dass die Inflation 2025 unter 2% fällt (Commerzbank-Prognose: 2,1%). Drittens bestehen wegen der Zollpolitik Trumps und einem möglichen Kollaps der regelgebundenen Welthandelsordnung Aufwärtsrisiken für die Inflation.

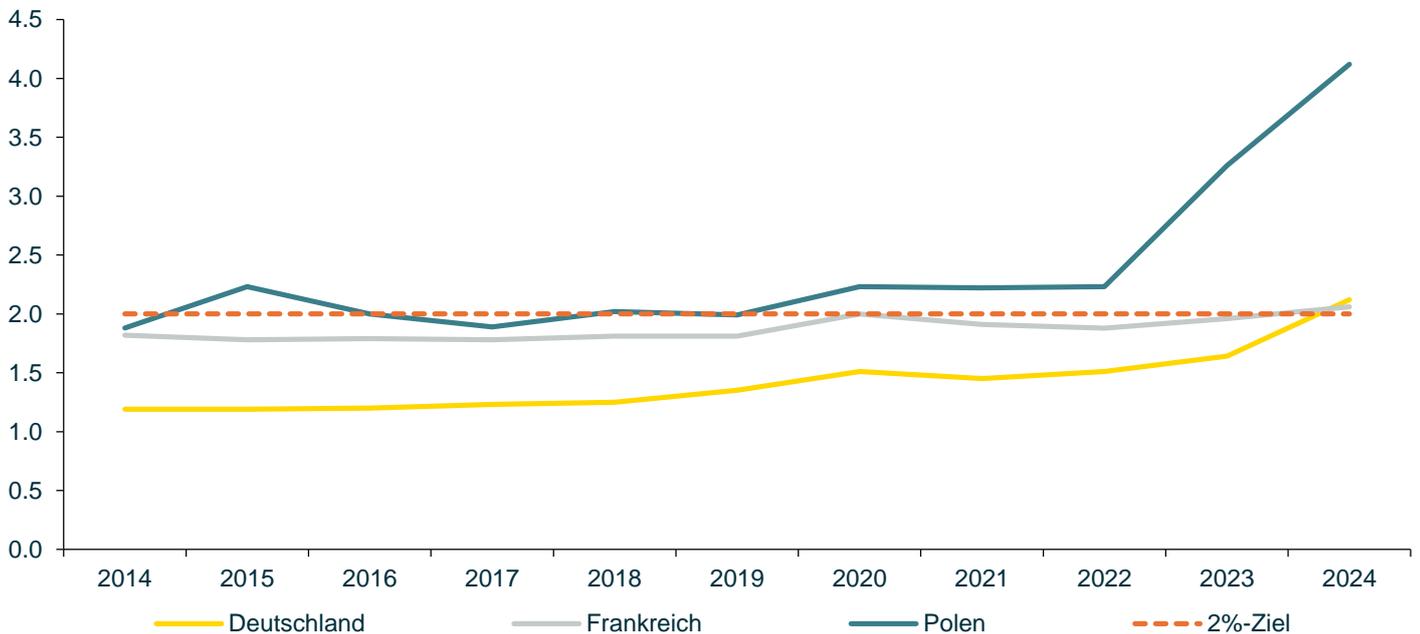
Ukraine: Ein eingefrorener Krieg würde wirtschaftlich wenig ändern

Für die Ukraine hat Donald Trump im Wahlkampf ein rasches Ende des Kriegs in Aussicht gestellt. Viele Anleger erhoffen sich davon Erleichterungen.

Aber ein echter Friede ist äußerst unwahrscheinlich, weil Putin daran kein echtes Interesse hat. Stattdessen dürfte es allenfalls zu einem eingefrorenen Konflikt entlang der gegenwärtigen Frontlinie nach dem Vorbild Koreas 1953 kommen. In einem solchen Szenario würde sich wirtschaftlich wenig ändern. Die EU dürfte russisches Gas weiter boykottieren, und wegen des fortgesetzt imperialistischen Charakter Russlands würden die Demokratien in Europa ihre Rüstungsausgaben deutlich erhöhen (Chart 3). Dies gilt umso mehr, als die Amerikaner den Europäern nicht immer wieder die Kastanien aus dem Feuer holen wollen. Gerade auf Deutschland kommen da neue Forderungen zu, hat man das 2%-Ziel der NATO erst mit zehnjähriger Verspätung und nur unter Rückgriff auf ein "Sondervermögen" knapp erreicht. Nach Ansicht vieler Militärexperten sind 2% in der aktuellen Lage ohnehin zu wenig.

Chart 3 - Die Europäer werden ihre Verteidigungsausgaben massiv steigern

Verteidigungsausgaben in % des Bruttoinlandsprodukts. Auf dem NATO-Gipfel von 2014 wurde eine Zielgröße von 2% vereinbart



Quelle: NATO, Commerzbank-Research

Fazit: Was heißt das alles für Anleger?

Zwar dürfte die US-Notenbank ihre Leitzinsen in diesem Jahr wegen der gestiegenen Inflationsrisiken nur noch zweimal senken. Für die Aktienmärkte dürfte das in der Summe dennoch kein großes Problem werden, weil Trump durch niedrigere Unternehmenssteuern und De-Regulierung die langfristigen Wachstumsaussichten für die US-Wirtschaft verbessern wird. 2025 dürfte wohl kein schlechtes Aktienjahr werden, sofern Trump seine Zolldrohungen aus dem Wahlkampf nicht eins zu eins umsetzt.



Mit Blick auf die Rentenmärkte erwarten wir für die zweite Jahreshälfte leicht steigende Anleiherenditen, wenn die US-Inflation zollbedingt steigen sollte und sich Trump zunehmend in die Geldpolitik einmischt. Das sollte auf längerlaufende Bundesanleihen abstrahlen.

Der Dollar dürfte noch ein wenig von den geplanten US-Steuersenkungen und der Deregulierung profitieren, die die Rentabilität von Sachkapitalinvestitionen in den USA erhöhen. Wenn sich aber später abzeichnet, dass die US-Notenbank nicht unbeeindruckt von Trumps Druck ist, dürfte der Dollar wieder nachgeben und sich EUR-USD entsprechend erholen.



Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)
 +49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)
 +49 69 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
 +49 69 9353 45592

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)
 +49 69 9353 45800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)
 +49 69 9353 45623

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
 +49 69 9353 45625

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
 +49 69 9353 45619

Ted Packmohr
 (Leiter Cov. Bonds und Financials)
 +49 69 9353 45635

Marco Stöckle
 (Leiter Credit)
 +49 69 9353 45620

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)
 +49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)
 +49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
 +49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 63110166

Weitere Publikationen (in Auszügen)

Economic Research: Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
 Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)
 Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

Commodity Research: Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)
 Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

Zins und Credit Research: Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)
 European Sunrise (tägliches Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
 Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
 Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

FX Strategy: Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
 FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.



Analysten

Dr. Jörg Krämer^{AC}

Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 10/1/2025 07:13 MEZ fertiggestellt und am 10/1/2025 07:13 MEZ verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

Analyst Certification (AC): Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung - weder direkt noch indirekt noch teilweise - und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>*

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/



oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

Deutschland: Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

Großbritannien: Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

USA: Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swap-Händler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.



Schweiz: Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG..

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order O4/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.01

Commerzbank Filiale

| Frankfurt | London | New York | Singapore |
|---------------------------------|------------------------|------------------------------------|----------------------|
| Commerzbank AG | Commerzbank AG | Commerz Markets LLC | Commerzbank AG |
| DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus | PO BOX 52715 | 225 Liberty Street, 32nd floor, | 128 Beach Road |
| Mainzer Landstraße 153 | 30 Gresham Street | New York, | #17-01 Guoco Midtown |
| 60327 Frankfurt | London, EC2P 2XY | NY 10281-1050 | Singapore 189773 |
| Tel: + 49 69 136 21200 | Tel: + 44 207 623 8000 | Tel: + 1 212 703 4000 | Tel: +65 631 10000 |